

UNIVERSIDAD DE ALCALA DE HENARES

INSTITUTO DE DIRECCION Y ORGANIZACION DE EMPRESAS

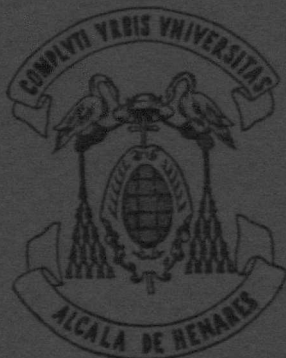
PROF. DR. SANTIAGO GARCIA ECHEVARRIA

Working Papers núm. 47

Título: Dictamen de la Comisión de Expertos Bursátiles del Ministerio Federal de Hacienda con las propuestas para facilitar el acceso de la empresa a la Bolsa mediante la creación de un nuevo mercado.

Autor: Comisión de Expertos Bursátiles de la República Federal de Alemania.

Fecha: Mayo 1985



UNIVERSIDAD DE ALCALA DE HENARES
INSTITUTO DE DIRECCION Y ORGANIZACION DE EMPRESAS
ALCALA DE HENARES



Working Papers núm. 47

Título: Dictamen de la Comisión de Expertos
Bursátiles del Ministerio Federal de
Hacienda con las propuestas para fa-
cilitar el acceso de la empresa a la
Bolsa mediante la creación de un nue-
vo mercado.

Autor: Comisión de Expertos Bursátiles de
la República Federal de Alemania.

Fecha: Mayo 1985

Responsables de Redacción:

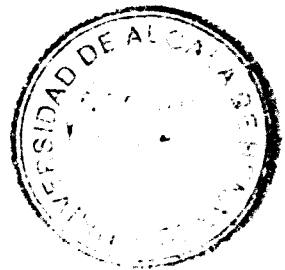
- Prof.Dr.Dr.Santiago Garcia Echevarria
- Prof.Dr.Antonio Sainz Fuertes

Secretaria de Redacción:

- Maria Luisa Blasco Laviña
- Maria Luisa Rodríguez Frade

C Prof.Dr.Dr.Santiago Garcia Echevarria

Se prohíbe la reproducción total o parcial por cualquier método del contenido de
este trabajo sin previa autorización escrita.



DICTAMEN DE LA COMISION DE EXPERTOS BURSATILES DEL MINISTERIO FEDERAL DE
HACIENDA CON LAS PROPUESTAS PARA FACILITAR EL ACCESO DE LAS EMPRESAS A LA
BOLSA MEDIANTE LA CREACION DE UN NUEVO MERCADO. (*)

El número de las Sociedades Anónimas alemanas cotizadas en Bolsa se ha ido reduciendo en el transcurso de las últimas décadas de manera creciente. Así, la evolución muestra las siguientes cifras:

1.926	917)	Sólamamente en la Bolsa de Berlin
1.930	767)	
1.951	543)	
1.960	628	*)	Según las estadísticas del Banco Emisor
1.970	555)	
1.982	452)	

* Como consecuencia de la separación.

Ya en si el mero hecho del reducido número de empresas que cotizan en Bolsa y la reducida oferta, son síntomas suficientes de alarma, lo que aún se acentúa más como consecuencia de la evolución errónea que grava a la economía en su conjunto. Demuestran la gran preocupación de las empresas de aceptar capital riesgo a través del mercado y crear de esta manera un fundamento de capital propio amplio y fundamental. Las consecuencias se acentúan de forma mucho más clara en las fases de una depresión económica. Las quiebras empresariales han alcanzado un volumen tal como no se había conocido en la historia de la post---guerra. Uno de los factores decisivos es, sin duda, la escasez de capital pro--

(*) La traducción del original alemán ha sido realizada por el Prof. Dr. Dr. Santiago García Echevarría, Catedrático de Política Económica de la Empresa de la Universidad de Alcalá de Henares.

pio que, en el caso en el que se hubiera dispuesto de suficiente, hubiera situado a las empresas en la posición de poder subsistir en los períodos depresivos.

Un nuevo proceso de desarrollo económico exige necesariamente una mejora de la configuración del capital propio de las empresas. Y ello afecta especialmente a las empresas que pueden ordenarse en su amplio sentido en las empresas de tipo medio. Tienen que encontrarse medios y caminos para facilitarles el acceso directo al mercado de capitales. Debe considerarse que la primera industrialización de Alemania en el siglo pasado se hizo posible gracias a la financiación directa del mercado de capitales, esto es, con la puesta a disposición de capital-riesgo por las economías privadas.

Existen una serie de motivos: Junto a la discriminación fiscal de la acción deben incluirse también todas aquellas directrices que, emanadas de la Comunidad Económica Europea, han acentuado de forma notable todas las regulaciones bursátiles, siendo todo ello causas que pueden calificarse de obstaculizantes para que nuevas sociedades puedan acceder a Bolsa. Parece ser urgente en los momentos actuales el plantearse la cuestión de cuáles son aquellas medidas que deberían adoptarse desde el punto de vista legal bursátil y organizativo bursátil para poder hacer más atractivo y simplificar el acceso de las empresas medias a la Bolsa. El objetivo pretendido sirve naturalmente en primer lugar a las empresas que tienen la forma jurídica de Sociedades Anónimas. Cuando se facilita la transformación de un tipo de sociedad jurídica a otra que configure esta forma de Sociedad Anónima, correspondería esta aceptación a una medida de apoyo que según esta Comisión de Expertos tendría gran interés.

Las consideraciones económicas desde el punto de vista teórico, así como también las políticas desde el punto de vista jurídico, buscan en la regulación del acceso a la Bolsa la compensación entre dos esferas de interés, por un lado, la necesidad de la economía de capital propio, por otro lado la protección del impositor en cuanto a la disposición responsable de sus ahorros. El legislador nacional, así como el Europeo, y también la jurisprudencia alemana depositan una gran importancia en la protección del impositor. Ello ha llevado a -

unos excesos, en parte formalistas, que representan una gran carga para las empresas interesadas en el acceso a Bolsa sin que, al mismo tiempo, pueda demostrarse la existencia de una protección eficiente y básica del imposit^utor. Así, por ejemplo, las exigencias del prospecto y de acceso a la Bolsa pero también las obligaciones de publicidad se han ampliado demasiado. Tales prescripciones que tienen carácter prohibitivo para muchas de las em--presas que desean entrar en Bolsa; el impositor pierde, por su lado, am--plias posibilidades de elección de sus inversiones.

Especialmente desventajoso se debe considerar el sector de las empre--sas medias y pequeñas. Las propuestas que se exponen a continuación sirven especialmente al objetivo de facilitar el acceso a la Bolsa de tales empre--sas.

De acuerdo con la concepción de la Comisión de Expertos Bursátiles, pu--diera ser la solución la creación de un nuevo segmento de mercado adicional--mente al mercado oficial. La condición previa para ello es que este nuevo -sector del mercado pudiera configurarse con una utilización limitada de las prescripciones que exigen las cotizaciones actuales. En detalle pudiera -proponerse para este nuevo segmento de mercado las siguientes propuestas:

EMPRESAS A LAS QUE AFECTARIA

Para el nuevo segmento de mercado se trataría, en primer lugar, y de for--ma urgente, de aquellas empresas que hasta ahora no han cotizado oficialmen--te en las Bolsas tanto nacionales como extranjeras.

En cuanto a la limitación a empresas de determinada dimensión, por ejem--plo en cuanto al capital social de estas empresas, al volumen de ventas, a + la suma del balance, no deberían ser los criterios a tener en cuenta. El nue--vo mercado debería servir, en primer lugar, al acceso de nuevas empresas.

Pero en el caso en que se diese el que una empresa que ha accedido, por ejemplo, al nuevo mercado hubiera logrado en el mercado bursátil de su país la cotización en Bolsa, esto sería un motivo para que también en los otros mercados bursátiles nacionales se exigiese una petición para su cotización oficial en Bolsa.

SOLICITUD PARA LA COTIZACION EN BOLSA.

Según las normas legales existentes, un Instituto Crediticio que haya sido aceptado a tales efectos por la Bolsa correspondiente, tiene que presentar la solicitud de cotización. Ello lleva a plantearse problemas de que el Instituto Crediticio en cada uno de los casos muestra ciertas reservas para poder canalizar tal petición para una empresa, ya que tiene consecuencias jurídicas de responsabilidad y que también roza el prestigio comercial de un Instituto Crediticio.

Por otro lado, la introducción de valores mobiliarios en la Bolsa exige un asesoramiento de expertos, y ello tanto a través de la empresa como del mercado y no por último también para la protección del público inversor. La mayoría de las empresas, especialmente las que provienen del área de empresas medias y pequeñas, se verán desbordadas en cuanto se refieren al dominio y conocimiento real jurídico de todas aquellas condiciones que imponen su introducción en Bolsa. Y es por ello por lo que se trata de que el acceso a la Bolsa quede asegurado bajo el principio de que la solicitud sea realizada además de por la empresa emisora por el Instituto Crediticio e incluso, que, por ejemplo, las sociedades de asesoramiento empresarial pudieran introducirse de forma activa en ese tipo de actividad bursátil. El si debe ser siempre un Instituto Crediticio que actúa en una Bolsa determinada debería ser reconsiderado. Debería bastar el hecho de que se tratara de un Instituto que haya sido admitido a una de las Bolsas Alemanas.

MODIFICACION DEL PROSPECTO DE PRESENTACION

La configuración del proceso de presentación en Bolsa, es según la experiencia, un paso que cuesta mucho tiempo que tiene costes y que además es complicado. Ello se debe a que la función del prospecto es la de configurarse como la fuente decisiva y vinculante de información para el inversor. Una renuncia al prospecto no puede ser considerada sobre todo, por ejemplo, cuando las empresas medias y pequeñas son todavía menos conocidas que las grandes sociedades anónimas. Pero lo que si puede plantearse son una serie de consideraciones que delimiten más las exigencias en cuanto al volumen del prospecto, restringiéndola a las condiciones fundamentales y de esta manera

establecer una base de información comprensible para el inversor. Puede ser defendido el hecho de que el prospecto de acceso a Bolsa pudiera concentrarse en los puntos siguientes:

- Nombre de la Sociedad, sede y fundación de la sociedad.
- Objetos y áreas de actividad de la empresa, a ser posible indicando también la posición en el mercado, las características generales del producto de la empresa y del mercado, cuales son los patrimonios inmobiliarios construidos y sin construir.
- Participaciones.
- Plantilla de personal.
- Capital Social , derecho de voto.
- Evolución de la sociedad en los últimos 3 años; deberían darse datos cualitativos en cuanto a la evolución del capital , volúmenes de ventas anuales beneficio/pérdidas, dividendos pagados.
- Derechos de dividendos especialmente para aquellas obligaciones que difieren de las categorías de acciones.
- Datos sobre el tipo de valor mobiliario que solicita su cotización en bolsa.
- Objeto de la utilización de la elevación del capital.
- Ejercicio mercantil.
- Comentarios al último cierre de ejercicio (balance, cuentas de pérdidas y ganancias), informe del censor de cuentas.
- Consejo ejecutivo y consejo de supervisión.
- Consorcio de Bancos.
- Situación actual de los negocios especialmente circunstancias que deben mencionarse como importantes.
- Perspectivas.

Esta enumeración sucesiva no tiene porqué mantenerse en el mismo orden. Otro tipo de exposición más adecuada al contenido pudiera aceptarse siempre y cuando se hubieran referido los puntos que se han mencionado.

LA RESPONSABILIDAD DEL PROSPECTO PARA SU COTIZACION EN BOLSA.

Las diferentes reservas que se acusan por parte de los institutos crediticios para que pudieran actuar de forma más significativa y activa en el acceso a la Bolsa de pequeñas sociedades se debe, en parte, al hecho de su corresponsabilidad en la veracidad e integridad del prospecto de presentación que se ha recogido en la nueva y más reciente jurisprudencia con una interpretación muy extensiva.

Bajo estos aspectos debería examinarse si la limitación de la responsabilidad del prospecto en cuanto a los organos de la sociedad fuesen un camino viable para facilitar el acceso a Bolsa. Los Institutos Crediticios que establecen la petición de cotización en Bolsa solamente serían responsables de los prospectos cuando lo hubieran firmado. Planteamiento que por otro lado, también se está planteando cuando se trata de medidas de reducción del capital y con ello la obligación de su publicación vinculante. Si un tal prospecto no se firma con un Instituto Crediticio la oficina de Bolsa que analiza el acceso de la empresa a la misma haría una mayor utilización de las posibilidades para poder convencerse en cada uno de los casos de la veracidad de los hechos señalados en el prospecto y según los medios que le parezcan más apropiados.

Independientemente de este proceso deberían acentuarse las posibilidades de investigación sobre como se modificarían la posición del inversor frente al carácter de riesgo de los títulos mobiliarios. Ya que el objetivo debería ser el hacer consciente al inversor que él es el que asume el riesgo y no el Banco que actúa como mediador pero nunca como garante.

OBLIGACIONES DE PUBLICIDAD

Las prescripciones legales que se encuentran en preparación exigen a aquellas empresas que quieren ser cotizadas en Bolsa la obligatoriedad de informes regulares cada cierto período. La economía ha señalado repetidas veces que el gasto que ello implica, especialmente para las empresas de ti-

po medio y pequeño, constituye una elevada carga extraordinaria que prácticamente sus consecuencias hacen prohibitivo del proceso bursátil. Las empresas que accedan al nuevo mercado debería estar sometidas a la obligación de un informe intermedio determinado, pero que en cuanto a contenido y volumen debería ser mucho más simple que las regulaciones previstas legalmente. Se puede pensar que los datos e informes intermedios a facilitar deberían ser comparables a las recomendaciones existentes en las Bolsas Alemanas y que pudiera ser reconocido como una solución aceptable. Lo que queda también claro es que hay que asegurarse la publicación en su fecha del cierre de ejercicio y la información sobre todas aquellas circunstancias relevantes de valoración sobre las que debe de informarse de forma íntegra e inmediata. Con ello se reducen los costes de la publicación a una dimensión aceptable pero que también es necesaria para la información. Por lo demás, se produciría para la empresa una carga menor de costes mediante la nueva regulación, ya que, por ejemplo, un prospecto solamente tiene que presentarse en una determinada oficina y consiguientemente en su caso pudiera renunciarse a una publicación de las dimensiones actuales.

UN MERCADO ESPECIAL.

Las facilidades previstas conducen necesariamente a una diferenciación entre las sociedades que están admitidas a cotización y a cotización oficial y con ello permanecen sujetas en su total obligatoriedad a las regulaciones legales vigentes.

En interés de una delimitación clara de la caracterización de tales empresas que se acogen a las facilidades previstas en cuanto que cotizan en un sector del mercado especial y ello debe de considerarse sobre todo por el hecho de que también aquellas sociedades que pretenden lograr un acceso más fácil - representan una inversión de mayor riesgo.

Tales segmentos de mercado existen ya en diversos países europeos (Unlisted Securities Market in London, y mercados semejantes en Copenhague, Amsterdam y París).

Un tal sector de mercado no debería ser separado de la Bolsa Oficial, - tal como sucede por ejemplo, en cuanto a la actual regulación de libre co - tización regulada en la forma actual. En interés especialmente del inversor debe realizarse el tráfico mobiliario de un tal mercado bajo la supervisión oficial de la Bolsa, así como también la entrada y especialmente la fija - ción del precio y su supervisión. El nuevo mercado debe de estar sujeto a las competencias del consejo bursátil y de la oficina de aceptación a coti - zación en Bolsa ("Mercado Regulado"). Con ello, lo que se lograría también sin grandes dificultades y sin nuevos procedimientos formales es el que se produjese un cambio de un sector del mercado a otro cuando una empresa, - por ejemplo, ha alcanzado una determinada dimensión y está dispuesta a acep - tar las obligaciones adicionales que suponen el mercado primario de cotiza - ción oficial.

COTIZACION

En la medida en la que las nuevas empresas solamente puedan disponer de forma limitada del material disponible, debería facilitarse a los consejos bur - sátiles el que se prevea, según las circunstancias del mercado en vez de - una cotización diaria solamente una cotización en determinados días de la se - mana. Se trataría de que se estableciesen solamente una fijación de precios - comparable a aquellos valores bursátiles que solamente se cotizan a un tipo de cambio único. Las fijaciones de precios variables no deberían ser posibles.

Si para un determinado valor mobiliario se ha alcanzado un volumen de nego - ciación amplio en el mercado debería considerarse este valor aceptado pa - ra la cotización oficial primaria.

Las cotizaciones supervisadas en los valores mobiliarios del nuevo "Mercado Regulado" deberían tener lugar durante las horas de Bolsa en la sala de Bolsas. Y también los consejos bursátiles deberían determinar de acuerdo con los agentes el precio que sea correspondiente a este "Mercado Regulado"; en la medida en - que se acepten los agentes en la fijación del cambio debería considerarse su - conformidad con la cámara de agentes correspondiente.



Una tal fijación de precios debería considerar la capacidad jurídica del artículo 400 y siguientes del Código Mercantil, esto es, que al cliente deberían facilitarse para exigir la ejecución de las operaciones adecuadas a los precios fijados.

Los precios establecidos de acuerdo con los nuevos "Mercados Regulados" son semejantes a los tipos de cotización oficial del mercado. Los artículos 43, 90 de la Ley Bursátil no tendrían validez en cuanto a su aplicación a los valores mobiliarios y determinación de precios.

VALORES MOBILIARIOS COTIZABLES

El nuevo "Mercado Regulado" debería servir, aunque no de forma exclusiva, para abrir el camino a las empresas de tipo medio y pequeño en el mercado de capitales y de esta manera poder disponer del mayor volumen de capital propio. El medio más adecuado es la creación con capital mediante la emisión de acciones ya que incluso en interés de los inversores constituye aquel título de participación más ampliamente configurado. Pero a pesar de ello debería también estar abierto el mercado a otras formas de valores mobiliarios que permitiesen a la empresa acceder al capital propio.

DERECHOS Y TASAS

El acceso de las nuevas empresas al "Mercado Regulado" en una Bolsa pudiera también, por último, recoger un cierto atractivo en cuanto a derechos y tasas. Sería posible que los derechos de acceso a cotización bursátil correspondiesen al 75% de los derechos normales (en la cotización libre actualmente regulada estos derechos vienen a corresponder al 50% de los derechos normales).

RELACION CON RESPECTO A LA ACTUAL COTIZACION LIBRE REGULADA.

La actual cotización libre regulada en su forma existente elude elementos jurídicos importantes. Mediante la introducción de un nuevo "Mercado Regulado" no debería ser interferido este mercado aunque se pudiera partir también del hecho de que la mayoría de las Sociedades Anónimas cuyas acciones están coti-

zando en este mercado libre, pudieran optar por el nuevo "Mercado Regulado". En tal caso se puede preveer un proceso de transmisión en el sentido en que en lugar de un prospecto solamente pudiera limitarse a una comunicación - que permitiese la aceptación de la oficina de cotizaciones bursátiles.

Berlin, 23 de Junio 1983.

WORKING PAPERS (SERIE ROJA)

1. A.SAINZ FUERTES Análisis sobre la programación dinámica de la producción. Método de cálculo de variaciones. Enero 1982.
2. A.SAINZ FUERTES La planificación temporal en la cuantificación del capital de trabajo. Febrero 1982.
3. A.SAINZ FUERTES Tratamiento de la información en la Empresa: conceptos y vocabulario informático. Marzo 1982.
4. M.SANTEMASES MESTRE El juego de empresa MSM-01. Abril 1982.
5. A.SAINZ FUERTES Síntesis de la organización empresarial. Abril 1982.
6. A.SAINZ FUERTES La empresa comercial: algunos conceptos y elementos de cálculo. Mayo 1982.
7. A.SAINZ FUERTES La empresa agrícola-ganadera: un acercamiento al análisis, programación y control de actividades. Mayo 1982.
8. A.SAINZ FUERTES La información y control: estudio teórico de aplicación al sistema de producción. Junio 1982.
9. A.SAINZ FUERTES Estudio de la viabilidad económica de una red de distribución de energía: análisis de rentabilidad. Julio 1982.
10. A.SAINZ FUERTES
 S.CRUIZ GONZALEZ El sistema financiero: política financiero versus dimensión empresarial. Agosto 1982.
11. S.GARCIA ECHEVARRIA
 A.SAINZ FUERTES Política Retributiva y Política Universitaria. Febrero 1983
12. S.GARCIA ECHEVARRIA Memoria de actividades de la Cátedra de Política Económica de la Empresa y del Instituto de Dirección y Organización de Empresas. Mayo 1983.
13. S.GARCIA ECHEVARRIA
 Y COLABORADORES Estructuración y Planes de Estudio de Ciencias Empresariales en las Universidades Centroeuropeas: República Federal de Alemania, Austria y Suiza. Junio 1984.
14. S.GARCIA ECHEVARRIA
 E.RECIO FIGUEROA. Política Económica y Coyuntural: hacia una nueva orientación. Abril 1983.

15. S.GARCIA ECHEVARRIA Política de Subvenciones (La inspección financiera en el sector mixto de la economía). Mayo 1983.
16. R.LESSING; H.GROEGER;
E.SCHMIDT OFFHAUS Dirección estratégica de la empresa. Una aproximación práctica. Junio 1983.
17. E.GORGENS Proteccionismo no menos sino más paro: es el precio de una visión a corto plazo. Junio 1983
18. H.ALBACH Acotaciones al Consejo Económico y Social en España. Julio 1983.
19. CONSEJO ASESOR DEL
MINISTERIO FEDERAL
DE ECONOMIA DE LA RFA ¿Se puede disminuir el paro mediante una reducción del tiempo de trabajo?. Julio 1983.
20. S.GARCIA ECHEVARRIA Reconversión industrial. Causas y vías para la reconversión industrial. Septiembre 1983.
21. S.GARCIA ECHEVARRIA Exigencias de una organización universitaria moderna. Noviembre 1983.
22. M.MARTINEZ MARTINEZ Casos prácticos de Política Económica de la Empresa (I) Planificación y objetivos. Octubre 1982.
23. A.SAINZ FUERTES
M.L.BLASCO LAVIÑA Evolución de las tarifas energéticas durante el período 1976-1982. Febrero 1.984.
24. CATEDRA DE PEE Memoria de actividades de la Cátedra de Política Económica de la Empresa. Marzo 1984.
25. I.D.O.E. Memoria de actividades del Instituto de Dirección y Organización de Empresas. Marzo 1984.
26. S.GARCIA ECHEVARRIA Política de clases medias empresariales. Febrero 1984.
27. S.GARCIA ECHEVARRIA Posibilidades y límites de una organización descentralizada de la actividad estatal. Abril 1984.
28. S.GARCIA ECHEVARRIA
A.SAINZ FUERTES Política Retributiva y Política Universitaria. IV Informe sobre estructura y evolución retributiva en la Universidad. Febrero 1984.
29. O.GRAFF VON LAMBSDORFF Liberalismo y Economía de Mercado. Mayo 1984.

30. H. ALBACH El papel del empresario Schumpeteriano hoy. Mayo 1984.
31. S. GARCIA ECHEVARRIA COLABORADORES Criterios para la configuración de planes de estudio y Análisis de las experiencias realizadas. Junio 1984.
32. S. GARCIA ECHEVARRIA COLABORADORES Posición de la Federación de Catedráticos de Economía de la Empresa con respecto al Anteproyecto de Recomendaciones de la Comisión de Reforma de los Estudios de Ciencias Económicas. Junio 1984.
33. S. GARCIA ECHEVARRIA COLABORADORES Estructura de Planes de Estudio de las Facultades de Ciencias Económicas y Empresariales de España. Junio 1984.
34. S. GARCIA ECHEVARRIA Formación y capacidad directiva: la respuesta de futuro de la empresa española. Octubre 1984.
35. O. ISSING Las subvenciones: ¿Un peligro para la evolución social del mercado?. Noviembre 1984.
36. S. GARCIA ECHEVARRIA Perfiles de exigencias de las áreas de formación en Ciencias Empresariales. Noviembre 1984.
37. F. BUTTLER ¿Existe una política de mercado de trabajo para el futuro?. Noviembre 1984.
38. S. GARCIA ECHEVARRIA Curso piloto de Postgraduados en Ciencias Empresariales. Curso 1984/85. Noviembre 1984.
39. S. GARCIA ECHEVARRIA Necesidad de un ordenamiento económico en un sistema democrático. Marzo 1985.
40. H. ALBACH Empresa y Estado en la República Federal de Alemania. Marzo 1985.
41. S. GARCIA ECHEVARRIA La Gerencia Hospitalaria necesidad inaplazable. Marzo 1985.
42. S. GARCIA ECHEVARRIA Evolución general de la situación Económica Española. Marzo 1985.
43. H. ALBACH Formación Empresarial en la República Federal de Alemania
44. S. GARCIA ECHEVARRIA Política Salarial y su determinación. Análisis teórico de su configuración. Febrero 1985.

45. R.BISKUP

La pequeña y mediana empresa como pilar básico de una Economía Social de Mercado. Su importancia para el crecimiento y el empleo. Abril 1985

46. H.ALBACH

¿Qué medidas deben aplicarse para mejorar la dotación con capital propio a las empresas a largo plazo?. Abril 1985

